

自主品牌及新品继续驱动业绩持稳增长

投资要点：

1. 我们的分析判断：

公司发布一季报，因2013年1季度报告中存在差错，公司对本次季度报告中的2013年同期比较数字进行追溯调整。公司2014Q1收入13.46亿，同比增加14.70%（调整前增速是1.56%）；净利润1.64亿，同比增15.94%（调整前增速是31.87%），扣非后净利润1.62亿，同比增15.01%（调整前增速是30.88%）。

会计差错的原因主要包括：(1)与代加工厂的委托加工交易的会计处理；(2)销售返利及应付运费的计提；(3)跨期运单未达的收入确认；(4)会员积分递延收益的确认；(5)年终奖计提的会计处理。因2013年年度财务报表的编制过程中，也已经充分考虑以上这些事项，故本次对2013年1季度的追溯调整不影响2013年年度财务报告的结果。

据中华全国商业信息中心数据，2014Q1，百家重点大型零售企业国内化妆品和日用品零售额同比分别增长1.9%和2.3%，增速较去年同期分别放缓10.5和4.4个百分点；其中，3月，两者同比分别增长0.6%和4.1%，增速较上年同期分别下降16.2和4.2个百分点。日化业增速继续下滑。

但公司调整之后的收入增速数据，明显高于日化行业的终端销售增速；显示公司依然具备较好成长性。因一季报披露内容有限，我们预计2014Q1两大超级自主品牌（六神、佰草集）仍高于市场的增速。两大自主品牌中高夫通过对渠道、库存、产品系列的梳理；美加净通过加大品牌宣传力度，二者同样保持高增长。

新品牌方面，启初是2013年8月上市，目前正在投入期，考虑到婴童护肤品行业成长性，我们对其未来成为下一个超级品牌也充满信心。

和调整后的2013Q1相比，2014Q1毛利率微增0.04PCT至63.49%，基本持平；销售费用额同比明显增9489万，增幅20.96%；管理费用同比略降2.21%，因销售费用额明显增长，净利额增速仅仅略高于收入增幅。

此外，从公司的资产负债表等科目来看，同样可间接反映出一季度销售保持较好增长的态势。其中，2014Q1货币资金同比增30.02%，系销售增加且回款情况良好所致；应收票据大幅增953.95%，系销售增加所致；预收款项同比增37.01%，系预收货款增加所致。

2. 投资建议：

2014年，我们预计各品牌有望持续发力；此外，近日公司也出台了对谢董事长实施的长期奖励计划，2014-2016收入增幅分别不低于16%、18%、20%，也反映出公司高层对未来继续快速增长的信心。结合新品及公司激励计划，我们预计2014-2015年，公司收入额分别为52.5、62.7亿，同比增17.5%、19.5%，净利润分别为9.8、12.3亿，同比分别增23%、25%；对应EPS为1.46、1.83元，PE为22.9、18.3倍。维持推荐评级。

风险因素：日化行业终端销售持续低迷，新品的培育伴随着费用超预期。

上海家化 (600315.SH)

推荐 维持评级

分析师

马莉

固: (8610) 6656 8489

固: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2014.4.28
A股收盘价(元)		33.45
A股一年内最高价(元)*		45.50
A股一年内最低价(元)*		30.72
上证指数		2003.49
市净率		7.54
总股本(万股)		67244
实际流通A股(万股)		64968
流通A股市值(亿元)		217.32

股价走势

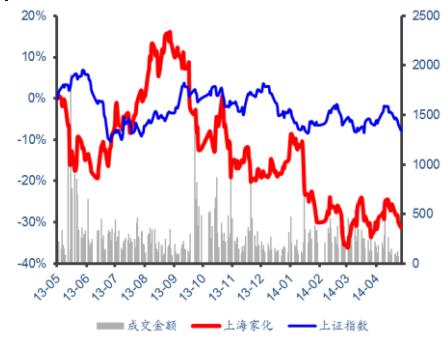
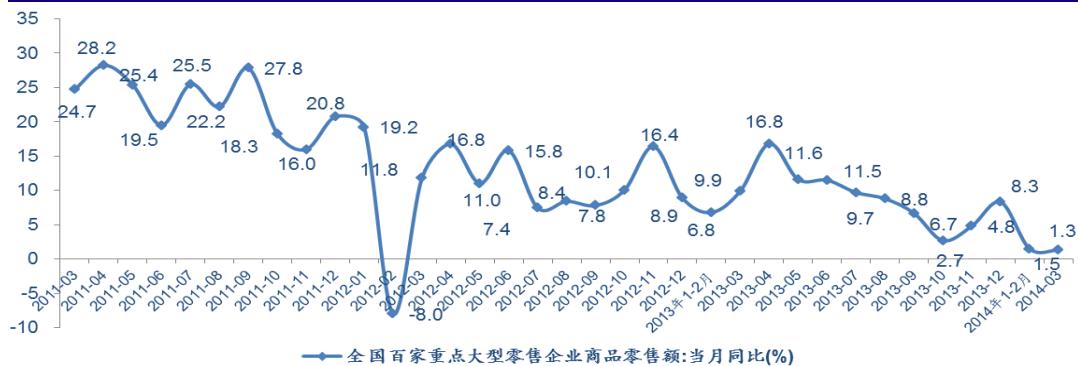


图 1: 全国 100 家重点大型零售企业商品零售额当月同比



资料来源：中华全国商业信息中心 中国银河证券研究部

图 2: 全国 100 家重点大型零售企业化妆品类零售额当月同比



资料来源：中华全国商业信息中心 中国银河证券研究部

表 1: 国内外主要化妆品公司 2013 财年比较

	美国		欧洲		韩国		日本		中国		
	单位: 百万美元		单位: 百万欧元		单位: 十亿韩元		单位: 十亿日元		百万人民币	上海家化	
	雅诗兰黛	雅顿	欧莱雅	欧舒丹	拜尔斯道夫	爱茉莉	花王	狮王	高丝		
营业收入	10181.7	1344.5	22976.6	1043.4	6141.0	3895.4	1315.2	352.0	170.7	82.8	4468.5
yoY	4.82%	8.58%	2.29%	14.23%	1.67%	13.51%	29.89%	5.01%	2.52%	-6.08%	11.74%
毛利	8155.8	628.8	16374.8	855.5	3886.0	2698.3	742.4	198.7	128.6	55.5	2813.3
yoY	5.68%	3.25%	3.15%	13.25%	1.65%	11.60%	30.23%	4.67%	3.29%	-5.88%	13.94%
营业利润	1526.0	72.0	3874.8	158.3	820.0	469.8	124.7	10.8	11.9	3.9	935.9
yoY	16.34%	-24.49%	4.81%	3.94%	17.48%	4.31%	23.18%	50.28%	4.04%	-3.50%	30.75%
净利润	1023.8	40.7	2958.2	125.6	543.0	355.0	64.8	6.1	6.7	-2.2	800.2
yoY	18.98%	-29.08%	3.15%	1.13%	19.60%	2.39%	22.66%	45.24%	34.40%	-188.00%	28.76%
毛利率	80.10%	46.77%	71.27%	81.99%	63.28%	69.27%	56.45%	56.44%	75.34%	67.06%	62.96%
营业利润率	14.99%	5.35%	16.86%	15.17%	13.35%	12.06%	9.48%	3.07%	6.95%	4.66%	20.95%
利润率	10.06%	3.03%	12.87%	12.04%	8.84%	9.11%	4.92%	1.73%	3.94%	-2.66%	17.91%
净资产收益率	31.03%	7.90%	14.13%	16.80%	15.95%	9.41%	11.56%	5.40%	6.10%	-2.90%	26.75%
应收账款周转率	9.1	6.7	7.1	12.8	5.7		8.2		7.0	8.6	10.4
库存周转率	1.9	4.5	3.1	1.4	8.4		4.4	10.0	8.4		4.0

数据来源：Bloomberg 各公司年报 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

北京地区：高 兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn